

长江电力 (600900.SH) / 电力

稀缺的水电龙头标的, 兼具价值与成长

评级: 增持 (维持)

市场价格: 17.76

分析师: 张绪成

执业证书编号: S0740518050002

Email: zhangxc@r.qlzq.com.cn

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

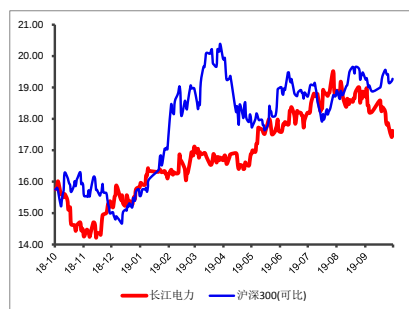
研究助理: 王瀚

Email: wanghan@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	22,000.0
流通股本(百万股)	22,000.0
市价(元)	17.76
市值(百万元)	390,720.0
流通市值(百万元)	390,720.0

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 长江电力 2019 半年报点评: 发电量创历史同期新高, 利率下行趋势下价值性凸显
- 2 水电行业深度报告: 看好高股息率龙头及不受平台制约的高成长标的
- 3 长江电力资产收购点评: 打造发配售电协同优势, 海外扩张强化成长

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	50,147	51,214	52,192	52,246	52,246
增长率 yoy%	2.47%	2.13%	1.91%	0.10%	0.00%
净利润	22,261	22,611	22,944	23,118	23,124
增长率 yoy%	7.12%	1.57%	1.47%	0.76%	0.03%
每股收益 (元)	1.01	1.03	1.04	1.05	1.05
每股现金流量	1.80	1.81	1.71	1.68	1.64
净资产收益率	16.48%	15.90%	15.65%	14.99%	14.35%
P/E	17.55	17.28	17.03	16.90	16.90
PEG	14.08	24.60	5.50	13.56	24.05
P/B	2.89	2.75	2.67	2.53	2.42

备注:

投资要点

- **公司简介: 稀缺的水电龙头标的, 兼具价值与成长。**公司主要从事水力发电业务, 截至 2018 年底公司运行管理三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝 4 座巨型水电站, 总装机容量 4549.5 万千瓦, 规模远超同行业其他上市公司。上市以来公司, 营收和归母净利润的增长与装机容量增长保持同步, 并同时受长江流域来水影响围绕业绩中枢小幅波动。与此同时, 公司盈利能力也稳定在较高水平。稳定的盈利能力叠加高比例的分红, 使得近年来公司股息率基本稳定在 3.5-4.5%, 兼具价值性与成长性。
- **价值性: 四因素为业绩稳健&高股息创造条件。**(1) **收入端:** 电力外送区域 (广东、浙江、上海) 均为东南沿海发达地区、电力消纳能力较强且水电本身作为清洁能源就存在优先消纳的权利, 因此公司基本不存在下游消纳限制发电量形成弃水的问题。此外, 公司四库联调可以有效熨平来水波动, 提高水资源利用率; **发改委最新文件指明当前外送水电站的落地省市燃煤标杆电价回推机制将改为落地省市燃煤基准电价回推机制。**由于基准价与现行标杆电价一致, 因此落地端回推电价也将维持稳定, 由此消除了前期国常会上并未明确后续水电落地端回推电价如何改革的隐忧。此外, 当前公司市场化交易电量仅占到公司总售电量的 11%, 公司度电均价对市场折价幅度不敏感; (2) **成本端:** 公司电站平均单位投资成本为 0.93 万元/千瓦、具备明显优势, 相应形成的单位折旧费用也较低。此外, 良好的信用等级使得公司具备显著的融资成本优势, 还本付息压力较小; (3) **投资收益:** 公司可通过处置长期股权投资等手段平滑主营业务波动。此外, 公司参股多家水电上市公司, 旨在通过股权纽带关系, 建立利益分享机制, 打造战略协同效应; (4) **“集团注入”模式:** 使建设期较大的资本开支对公司自由现金流的影响最小化, 保证了水电站注入后形成的充沛现金流可以立即用来进行还本付息, 公司在不断阶段性成长的同时仍拥有极强的回报股东的能力。**稳健的业绩叠加高比例的分红, 公司股息率预计将长期稳定在 3.5%-4.5% 区间内, 极具吸引力。**
- **成长性: 乌、白注入装机量再上台阶, 海外配电网业务进一步打开成长。**自成立以来, 长江电力的业绩实现了两次跨越式增长, 核心驱动力是装机量的增长。当前三峡集团在建的乌东德水电站 (1020 万千瓦) 和白鹤滩水电站 (1600 万千瓦) 首台机组将分别于 2020 年和 2021 年分别投产。**根据三峡集团避免同业竞争的承诺, 两座巨型电站将在建成后择机注入上市公司,**届时公司控股装机容量将大幅增长 57.6% 至 7169.5 万千瓦, 发电量有望增长 47.04% 至 3168.35 亿千瓦时, 由此实现新一轮的跨越式增长。此外, 在当前水电行业增长空间逐渐收窄的背景下, 公司积极向下延伸产业链, 进军配售电业务。2019 年 9 月 30 日公司发布公告称拟竞标购买秘鲁配电资产, 此次投资为公司实现向水、电两端延伸和国际化发展战略, 逐步形成发、配、售电产业链协同一体化优势奠定了坚实基础, 同时也进一步打开公司未来的成长空间。
- **投资策略: 公司是 A 股市场中为数不多的兼具价值性和成长性的标的。**存量方面, 稳健的业绩叠加高比例的分红, 未来公司股息率预计将长期维持在 3.5%-4.5% 区间内, 在国内利率趋势向下的背景下价值性愈发凸显。增量方面, 乌东德、白鹤滩电站建设工作正有序进行, 未来公司装机量和业绩有望再次得到大幅提升, 收购海外资产也将进一步强化公司成长属性。我们预计 2019/20/21 年实现归属于母公司股东净利润分别为 229.44/231.18/231.24 亿元, 折合 EPS 分别是 1.04/1.05/1.05 元/股, 当前 17.76 元股

价，对应 PE 分别为 17.0X/16.9X/16.9X，维持公司“增持”评级。

- **风险提示：**流域来水波动风险；相关工程建设进程不及预期；电价形成机制变动风险。

内容目录

[Table_Industry]	- 1 -
公司简介：稀缺的水电龙头标的，兼具价值与成长	- 5 -
价值性：四因素为业绩稳健&高股息创造条件	- 7 -
收入端：消纳优势&梯级联调保证利用小时	- 7 -
成本端：水电站单位投资成本&融资成本低	- 10 -
投资收益：有效平抑主营业务业绩波动	- 14 -
“集团注入”模式：为高分红和高股息创造条件	- 15 -
利率趋势预期向下，高股息权益资产价值性凸显	- 16 -
成长性：乌、白注入装机量再上台阶，海外配电业务进一步打开成长	- 19 -
行业空间：资源开发超六成，大型优质水电资产日益稀缺	- 19 -
乌东德、白鹤滩电站注入在即，驱动新一轮业绩增长	- 20 -
打造发配售电协同优势，海外扩张强化成长	- 21 -
投资策略：给予“增持”评级	- 24 -
风险提示	- 25 -

图表目录

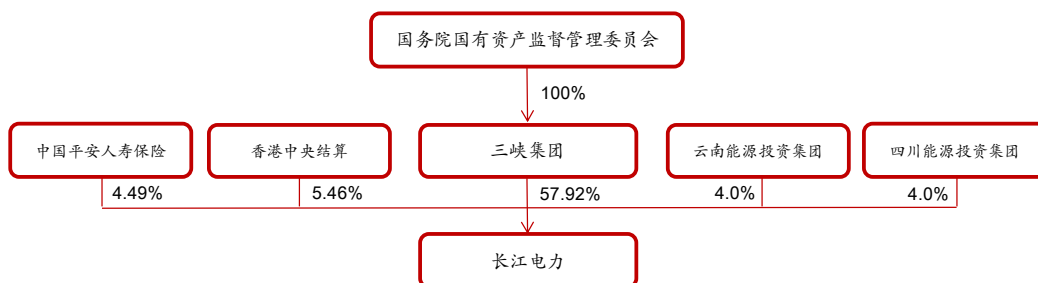
图表 1：公司股权结构图（截至 2019H1）	- 5 -
图表 2：A 股水电上市公司截至 2018 年底水电装机规模（万千瓦）	- 5 -
图表 3：公司各电站装机容量（万千瓦）	- 6 -
图表 4：2014~2019H1 公司营业收入变化情况	- 6 -
图表 5：2014~2019H1 公司净利润变化情况	- 6 -
图表 6：2014~2019H1 公司财务数据变化情况	- 6 -
图表 7：2014-2018 公司分红率&股息率变化情况	- 6 -
图表 8：公司电站营业收入构成与影响因素	- 7 -
图表 9：利用小时数与三峡-葛洲坝来水量变化情况	- 8 -
图表 10：可比公司利用小时数情况	- 8 -
图表 11：联合调度减少梯级电站弃水示意图	- 8 -
图表 12：长江电力各水电站上网电价-含税（元/kwh）	- 9 -
图表 13：三峡电站外送电省份对应燃煤电价、回推电价及输电电价（元/kwh）	- 9 -
图表 14：长江电力市场电交易情况（亿千瓦时）	- 10 -
图表 15：可比上市公司度电价格（元/千瓦时）	- 10 -
图表 16：2017-2019Q1 水电市场交易电价（元/千瓦时）	- 10 -
图表 17：广东省市场电折价幅度（厘/千瓦时）	- 10 -
图表 18：水电公司成本构成及影响因素	- 11 -

图表 19: 2014~2018 年公司营业总成本构成情况	- 11 -
图表 20: 上市公司各水电站容量、总投资成本及单位投资成本统计	- 12 -
图表 21: 水电站生命周期示意图	- 13 -
图表 22: 长江电力固定资产的折旧方法	- 13 -
图表 23: 长江电力债券成本 VS 同期银行贷款利率	- 14 -
图表 24: 营业收入与投资收益 (亿元)	- 15 -
图表 25: 各项投资收益变动情况 (亿元)	- 15 -
图表 26: 公司参股水电企业名称及持股比信息	- 15 -
图表 27: 公司水电站历史注入情况	- 16 -
图表 28: 长江电力历年分红比例及对应股息率测算情况	- 16 -
图表 29: 中国名义 GDP 增速和国开债利率走势 (%)	- 17 -
图表 30: 固定利率国债一年期、三年期利率情况 (%)	- 17 -
图表 31: 固定利率国债五年期、十年期利率情况 (%)	- 17 -
图表 32: 国内、中国香港存款利率情况对比 (%)	- 18 -
图表 33: 香港中华煤气 ROE、PE 和股息率情况	- 18 -
图表 34: 粤海投资 ROE、PE 和股息率情况	- 18 -
图表 35: 中电控股 ROE、PE 和股息率情况	- 18 -
图表 36: 各水电龙头流通股持股比 (%)	- 18 -
图表 37: 我国水资源储量及开发情况	- 19 -
图表 38: 水电总装机、新增装机情况 (万千瓦时)	- 19 -
图表 39: 水电发电量及占比情况 (亿千瓦时)	- 19 -
图表 40: 雅砻江各梯级电站单位投资成本及利用小时数情况	- 20 -
图表 41: 公司上市以来的经营业绩与装机容量	- 21 -
图表 42: 公司节水增发电量情况 (亿千瓦时)	- 21 -
图表 43: 秘鲁资产具体收购方案示意图	- 22 -
图表 44: 收购资产前后公司财务指标测算 (美元、人民币汇率按 1: 7 计算)	- 22 -
图表 45: 国家电改政策梳理及长江电力配售电布局	- 23 -
图表 46: 长江电力利润表预测 (单位: 百万元)	- 24 -

公司简介：稀缺的水电龙头标的，兼具价值与成长

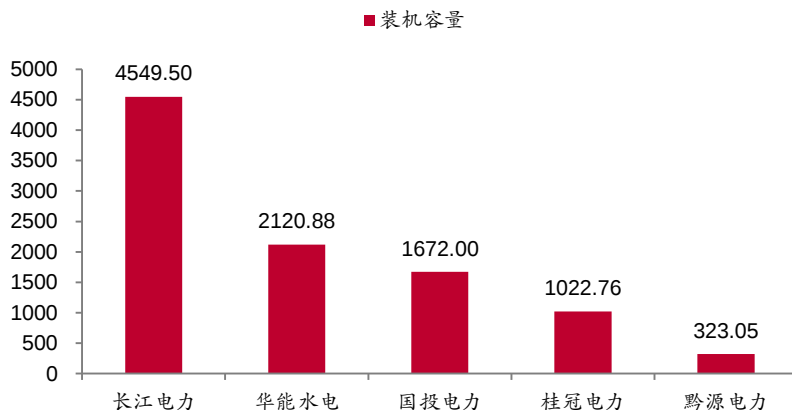
- **稀缺的水电龙头标的，手握优质水电资产。**长江电力（600900.SH）于2002年11月由葛洲坝电厂改制成立，2003年11月于上交所上市。公司主要从事水力发电业务，自2002年成立以来，其控股股东三峡集团（持股57.92%）投资承建的多个水电站逐步注入。截至2018年底，公司运行管理三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝4座巨型水电站，均属于国内稀缺的巨型水电资源，总装机容量4549.5万千瓦，占全国水电装机的12.92%，2018年发电量2154.82亿千瓦时，占全国水电发电量的17.48%。作为当之无愧的水电龙头企业，公司水电装机规模远远领先同行业其他上市公司，未来三峡集团的乌东德、白鹤滩两座巨型水电站投产后将择机注入公司，进一步巩固公司行业龙头地位。

图表1：公司股权结构图（截至2019H1）

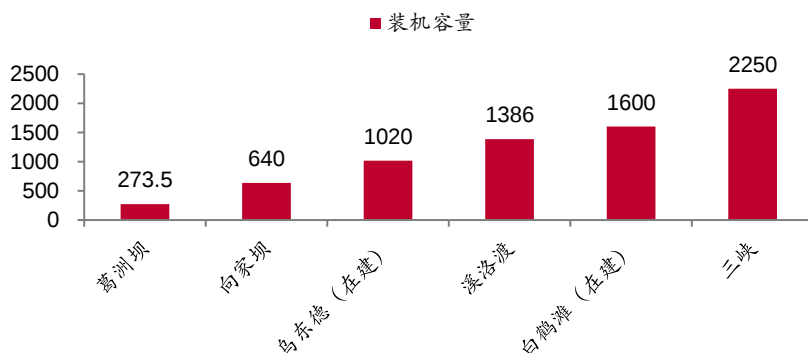


来源：wind，中泰证券研究所

图表2：A股水电上市公司截至2018年底水电装机规模（万千瓦）

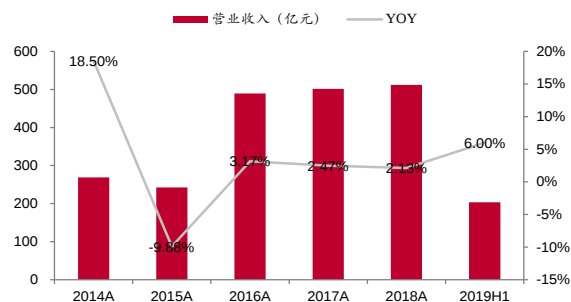


来源：wind，中泰证券研究所

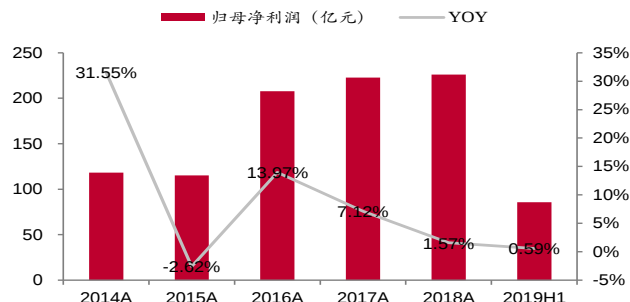
图表3：公司各电站装机容量（万千瓦）


来源：公司公告、中泰证券研究所

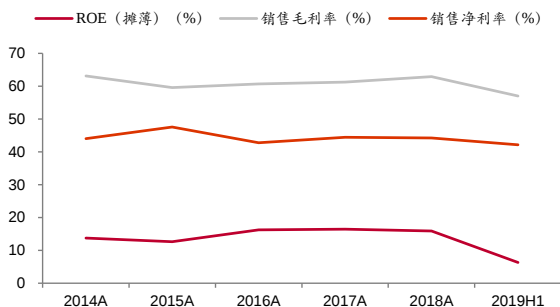
- **兼具价值性与成长性。**公司上市以来，营收和归母净利润的增长与装机容量增长保持同步，并同时受长江流域来水影响围绕业绩中枢小幅波动。2016年收购川云公司后，公司装机容量同比增长80%、发电量同比增长96.3%；营业收入同比增长101.9%、净利润同比增长80.4%。2019H1，在来水情况较好以及增值税返还政策消失的共同作用下，公司营收（203.63亿元）同增6.00%，归母净利润（85.72亿元）同增0.59%。与此同时，近五年公司销售毛利率稳定在60%左右，销售净利率维持在42%-47%，ROE（摊薄）在12.6%-16.5%之间，盈利能力稳定在较高水平。稳定的盈利能力叠加高比例的分红，使得近年来公司股息率基本稳定在3.5-4.5%。

图表4：2014~2019H1 公司营业收入变化情况


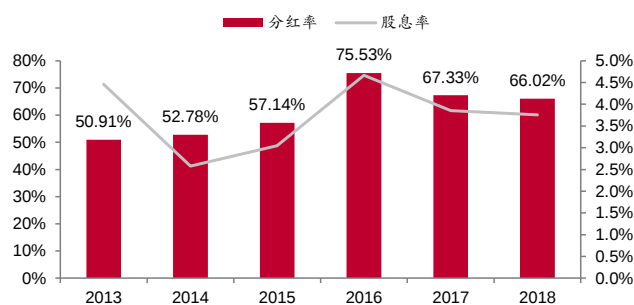
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表5：2014~2019H1 公司净利润变化情况


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表6：2014~2019H1 公司财务数据变化情况


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表7：2014-2018 公司分红率&股息率变化情况


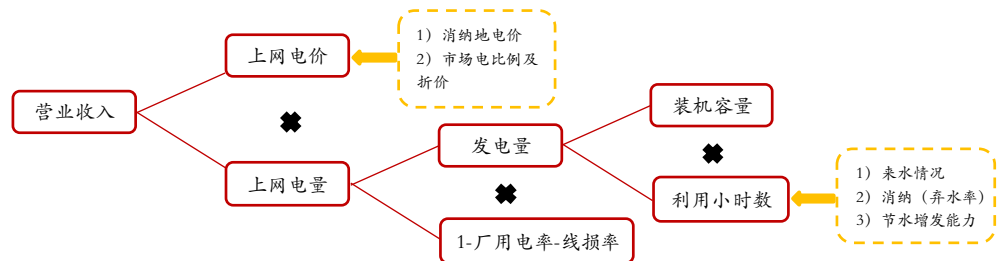
来源：wind、中泰证券研究所

价值性：四因素为业绩稳健&高股息创造条件

收入端：消纳优势&梯级联调保证利用小时

- 水电站的收入端取决于上网电价和利用小时数。水电站的营业收入=上网电价*上网电量。其中，（1）**上网电价**：目前上网电价主要有成本加成法、落地省区电价倒推法、水电标杆电价法、市场化定价法四种定价方法，其中葛洲坝电站适用成本加成法，三峡电站、溪洛渡和向家坝电站适用落地省市电价倒推法。（2）**上网电量**：上网电量=发电量*（1-厂用电率-线损率），发电量=装机容量*利用小时数，在装机容量、厂用电率基本不变的情况下，上网电量主要取决于利用小时数的高低，而利用小时数的高低则取决于来水情况（自然资源波动）、电力消纳（弃水情况）以及节水增发能力（流域梯级联调）三个方面。

图表8：公司电站营业收入构成与影响因素



来源：中泰证券研究所

- **配备专用线路外送负荷集中地区+清洁能源优先上网保障消纳。**公司运营的水电站均为国家重点能源工程和“西电东送”骨干电源，在国家能源战略中具有独特地位和重要作用，因此国家统筹安排并配备了专用输变电路保障公司电站的电能消纳。由于外送区域（广东、浙江、上海）均为东南沿海发达地区、电力消纳能力较强且水电本身作为清洁能源就存在优先消纳的权利，因此公司基本不存在下游消纳限制发电量形成弃水的问题。

图表9：长江电力所属水电站外送通道

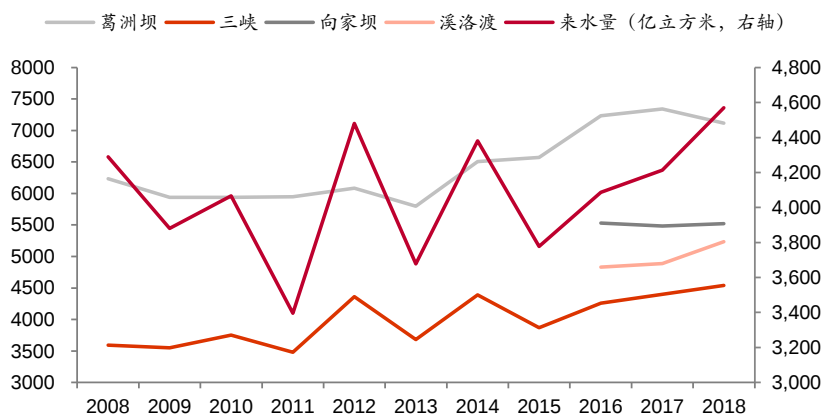
电站名称	送电区域	线路	消纳情况
葛洲坝水电站	华中电网	10回220kV交流；6回550kV交流	由国家电网华中分部全额收购
	华中电网	500kV交流	
		宜都-华新±500kV直流；龙泉-郑平	
三峡水电站	华东电网	±500kV直流；团林-枫泾±500kV直流；葛洲坝-南桥±500kV直流	华中电网(豫鄂赣湘渝)、华东电网(江浙沪皖)和南方电网(广东)
	南方电网	三广直流	
向家坝水电站	上海	复奉线±800kV直流	除留存四川、云南30%枯水期电量外，由国家电网送电上海
	浙江	宾金线±800kV直流	除留存四川、云南30%枯水期电量外，左岸送电
溪洛渡水电站	南方电网	牛从线±500kV直流	浙江、右岸送电广东。
乌东德水电站	南方电网	昆柳龙直流	拟送广东、广西

(在建)				
白鹤滩水电站	江苏、浙	白鹤滩左-江苏、白鹤滩右-浙江±		
(在建)	江	800kV 特高压	左岸-拟送江苏、右岸-拟送浙江	

来源：公司公告、中泰证券研究所

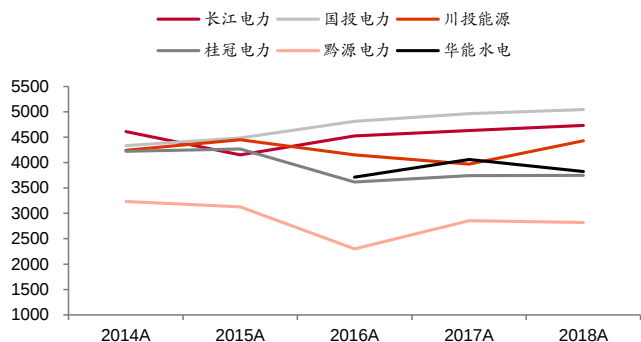
- **流域优势保障来水，梯级调度熨平来水波动。**公司运营电站所处的金沙江（长江）流域起源于西藏地区，其来水由冰川融雪和降雨两方面决定，相较于仅依赖降水的南盘江、红水河流域，金沙江（长江）流域来水途径更为丰富，相比之下波动更小。此外，从图表 9 可以看出自 2016 年公司收购向家坝、溪洛渡电站后，公司四库联调开始发挥效用，有效地熨平了来水波动，提高了水资源利用率，增加了梯级电站的发电量，下游的三峡和葛洲坝的来水量和发电量均存在不同程度提升。2018 年，公司梯级电站累计节水增发 99.3 亿千瓦时，占总发电量的 4.61%，最大化的平滑了由来水波动造成的利用小时波动，从而保证了利用小时数的相对稳定。

图表 9：利用小时数与三峡-葛洲坝来水量变化情况



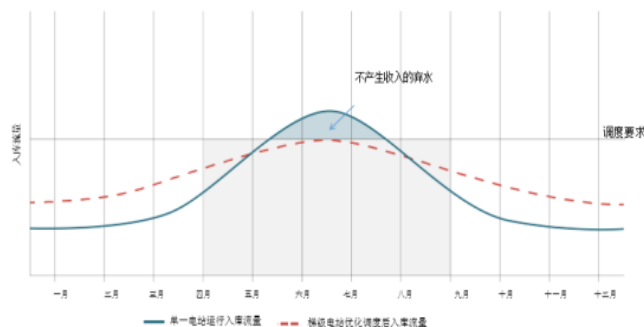
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 10：可比公司利用小时数情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 11：联合调度减少梯级电站弃水示意图



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **新政策出台后电价隐忧不再。**目前公司的葛洲坝电站电价执行成本加成法；三峡电站执行 2011 年文件，送电到各省市的落地电价原则上按照受电省市电厂同期的平均上网电价水平确定，并随受电省市平均电价水平变化而浮动；2016 年收购溪洛渡和向家坝水电站后，公司整体电价显著

提升，主因溪洛渡和向家坝作为外送电站，电价执行落地端燃煤标杆电价倒推机制且送电区域（广东、浙江、上海）的燃煤电价较高。从目前各省市燃煤标杆电价看，**广东省**（0.4530 元/千瓦时）和**广西省**（0.4207 元/千瓦时）优势最为明显，其次是**上海市**（0.4155 元/千瓦时）和**浙江省**（0.4153 元/千瓦时）。根据国家发改委发布的《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》，核电、燃气发电、跨省跨区送电价格形成机制等形成的电价，参考燃煤发电标杆上网电价的均改为参考基准价。因此，当前外送水电站的落地省市燃煤标杆电价回推机制将改为落地省市燃煤基准电价回推机制。由于基准价与现行标杆电价一致，因此落地端回推电价也将维持稳定，由此消除了前期国常会上并未明确后续水电落地端回推电价如何改革的隐忧。

图表 12：长江电力各水电站上网电价-含税（元/kwh）

项目名称	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
葛洲坝水电站							
湖北	0.1950	-----	-----	-----	-----	-0.1950	
其他	0.2250	-----	-----	-----	-----	-0.2550	
三峡水电站							
华东电网							
上海	0.2705	-----	-----	-----	-----	0.2705	
浙江	0.2881	-----	-----	-----	-----	0.2881	
江苏	0.2443	-----	-----	-----	-----	0.2443	
安徽	0.2306	-----	-----	-----	-----	0.2306	
华中电网							
湖北	0.2506	-----	-----	-----	-----	0.2506	
湖南	0.2416	-----	-----	-----	-----	0.2416	
江西	0.2569	-----	-----	-----	-----	0.2569	
河南	0.2408	-----	-----	-----	-----	0.2408	
重庆	0.2309	-----	-----	-----	-----	0.2309	
南方电网							
广东	0.3130	-----	-----	-----	-----	0.3130	
向家坝水电站							
			2015/4/20 前	2015/4/20 后	2017/7/1 前	2017/7/1 后	
合同	0.3398	0.3398	0.3398	0.3218	0.2960	0.2960	0.3006
市场化（上海）				0.3149	0.2838	0.2834	0.2941
溪洛渡水电站							
					2017/7/1 前	2017/7/1 后	
合同-左岸（浙江）	0.3398	0.3398	0.3398	0.3218	0.2960	0.2960	0.3006
合同-右岸（广东）	0.3640	0.3640	0.3640	0.3421	0.3244	0.3244	0.3263
市场化-左岸（浙江）					0.3551	0.2755	0.2755
市场化-右岸（广东）						0.3066	0.3085

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 13：三峡电站外送电省份对应燃煤电价、回推电价及输电电价（元/kwh）

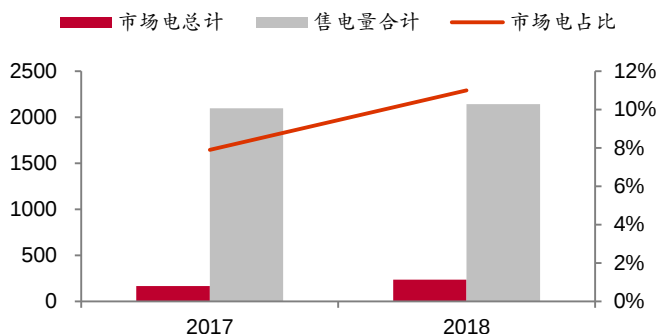
电网	省份	燃煤标杆电价	三峡落地端回推电价	对应输电电价
南方电网	广东	0.4530	0.3130	0.1400
	浙江	0.4153	0.2881	0.1272
华东电网	上海	0.4155	0.2705	0.1450
	江苏	0.3910	0.2443	0.1467
	安徽	0.3884	0.2306	0.1578
	湖北	0.4161	0.2506	0.1655
华中电网	湖南	0.4500	0.2416	0.2084
	江西	0.4143	0.2550	0.1593

河南	0.3779	0.2408	0.1371
重庆	0.3964	0.2309	0.1655

来源：公司公告、中泰证券研究所

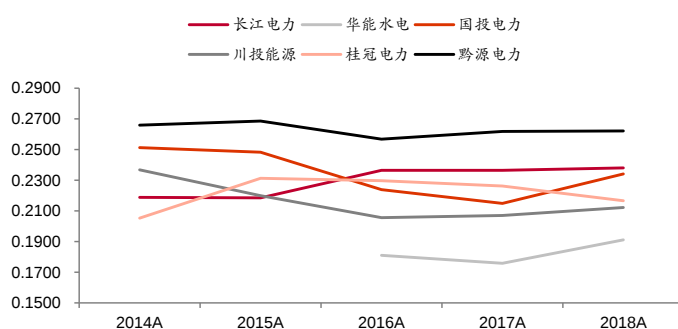
■ **市场电占比仅为 11%，度电价格对市场化折价幅度不敏感。**目前公司市场化交易电量主要集中在溪洛渡、向家坝两个电站。具体来看，长江电力 18 年市场化交易电量主要包括向家坝送上海 75 亿千瓦时、溪洛渡左岸送浙江 78.38 亿千瓦时、溪洛渡右岸送广东 68 亿千瓦时，市场化交易电量合计 236.1 亿千瓦时，仅占到公司总售电量的 11%，在所有水电上市公司中占比最小，远低于其他上市公司，公司度电价格对市场化折价幅度不敏感。市场电折价幅度方面，水电市场化交易电价受供需影响、呈现季节性波动，但公司运营的溪洛渡电站和向家坝电站属于大型水电站，多参与电力市场年度长协交易，可有效削弱单月、单季供应过剩对公司售电电价的冲击，近三年公司市场电电价在 0.2755-0.3085 元/千瓦时范围内；同时，2018 年以来随着交易行为逐渐趋于理性，市场电折价幅度在不断收窄后逐渐企稳，具有代表性的广东省月度集中竞价出清价差目前稳定在 3 分/千瓦时左右，市场电折价幅度基本可控。

图表 14：长江电力市场电交易情况（亿千瓦时）



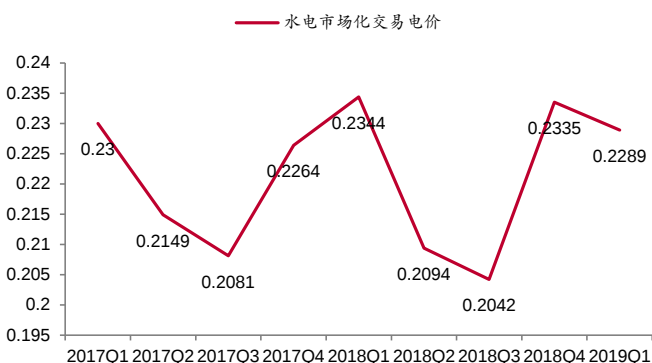
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 15：可比上市公司度电价格（元/千瓦时）



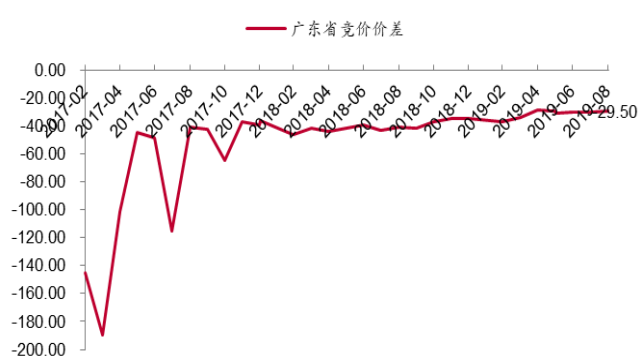
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 16：2017-2019Q1 水电市场交易电价（元/千瓦时）



来源：中电联、中泰证券研究所

图表 17：广东省市场电折价幅度（厘/千瓦时）



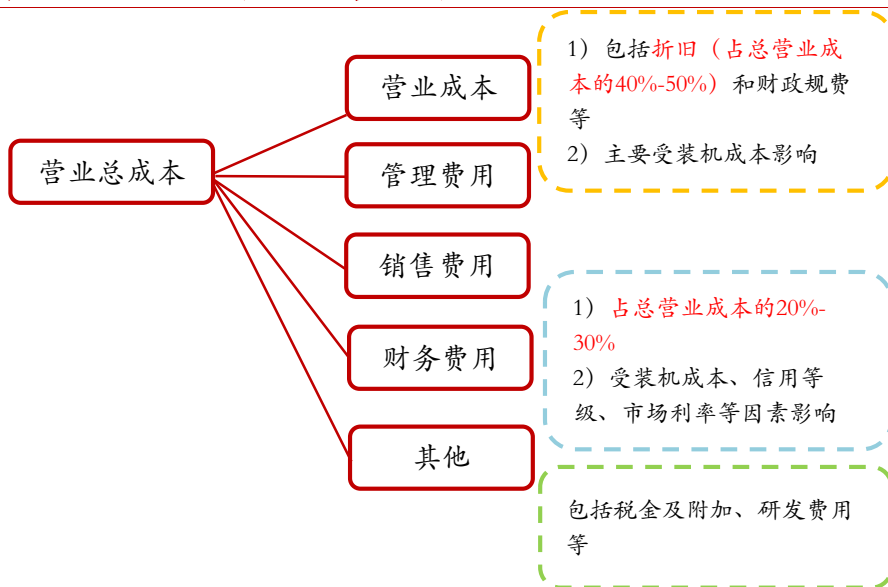
来源：广东电力交易中心、中泰证券研究所

成本端：水电站单位投资成本&融资成本低

■ **折旧费用和财务费用构成公司主要成本。**在公司营业总成本中折旧成本

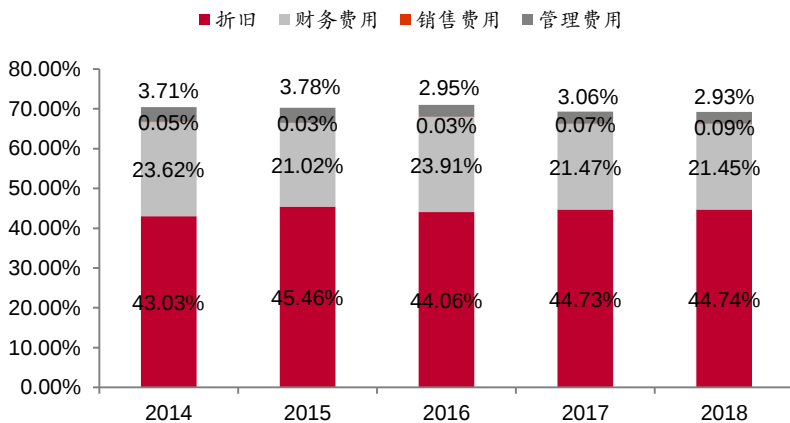
占比排名第一，约占到 40%-50%，其高低主要受到水电站单位投资成本、折旧年限等因素影响，公司近几年折旧在营业总成本的占比基本稳定在 44%左右；财务费用占比排名次位，约占到 20%-30%，主要由单位投资成本、信用等级、市场利率等因素决定，公司近几年财务费用在营业总成本中占比稳定在 21%-24%区间范围内。

图表 18：水电公司成本构成及影响因素



来源：中泰证券研究所

图表 19：2014~2018 年公司营业总成本构成情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

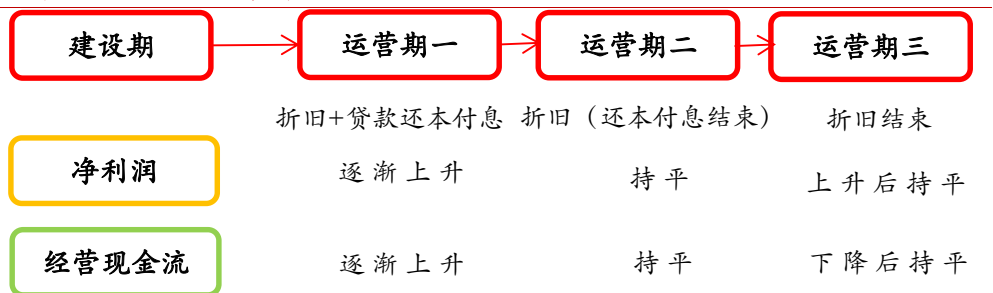
- **长电单位投资成本优势显著。**由于水电站所在的地理位置不同，导致其施工难度各不相同，因此水电站的初始装机成本有所差异。从我们统计的各上市公司水电站的数据看，单位投资成本基本在 0.7-1.3 万元/kw 区间内，中位数为 0.9 万元/kw。具体公司看，大型水电公司里长江电力、华能水电、国投电力在运水电站单位平均投资成本分别为 0.93、1.16 和 1.30 万元/千瓦，长江电力单位投资成本优势较为显著，这与三峡集团多年丰富的水电站建设经验、巨型水电站建设形成的规模效应以及较低的融资成本密不可分。

图表 20：上市公司各水电站容量、总投资成本及单位投资成本统计

项目名称	装机容量 (万千瓦)	开发企业	所属流域	投产时间	总投资额 (亿元)	单位投资额 (万元/千瓦)
长江电力						
三峡电站	2250	长江电力	长江上游	2012	1873.75	0.83
向家坝电站	640	长江电力	金沙江下游	2014	725.39	1.13
溪洛渡电站	1386	长江电力	金沙江下游	2014	829.28	0.60
乌东德电站	1020	长江电力	金沙江下游	2021E	976.57	0.96
白鹤滩电站	1600	长江电力	金沙江下游	2022E	1785.99	1.12
华能水电						
功果桥水电站	90	华能水电	澜沧江中游	2012	89.03	0.99
小湾水电站	420	华能水电	澜沧江中游	2010	333.21	0.79
糯扎渡水电站	585	华能水电	澜沧江下游	2014	450.06	0.77
景洪水电站	175	华能水电	澜沧江下游	2009	101.87	0.58
龙开口水电站	180	华能水电	金沙江中游	2014	174.12	1.02
瑞丽江一级水电站	60	华能水电	瑞丽江干流	-	29.6	1.23
果多水电站	16	华能水电	扎曲河	2016	33	2.06
苗尾水电站	140	华能水电	澜沧江中下游	2018	177.94	1.27
大华桥水电站	92	华能水电	澜沧江中下游	2019	105.46	1.15
黄登水电站	190	华能水电	澜沧江中下游	2019	237.88	1.25
里底水电站	42	华能水电	澜沧江上游	2019	54.56	1.30
乌弄龙水电站	99	华能水电	澜沧江上游	2019	121.32	1.23
托巴水电站	140	华能水电	澜沧江上游	-	200.29	1.43
国投电力						
锦屏一级水电站	360	国投电力	雅砻江流域下游	2014	245.79	0.68
锦屏二级水电站	480	国投电力	雅砻江流域下游	2014	297.68	0.62
官地水电站	240	国投电力	雅砻江流域下游	2013	159.93	0.67
二滩水电站	330	国投电力	雅砻江流域下游	1998	285	0.86
桐子林水电站	60	国投电力	雅砻江流域下游	2016	62.57	1.04
两河口	300	国投电力	雅砻江中游	2021E	664.57	2.22
杨房沟	150	国投电力	雅砻江中游	2021E	200.02	1.33
牙根一级水电站	27	国投电力	雅砻江中游	2026E	48.9	1.81
牙根二级水电站	108	国投电力	雅砻江中游	2028E	185.49	1.72
楞古水电站	260.5	国投电力	雅砻江中游	2028E	451.63	1.73
孟底沟水电站	240	国投电力	雅砻江中游	2026E	305.60	1.27
卡拉水电站	102	国投电力	雅砻江中游	2025E	166.03	1.63
桂冠电力						
龙滩水电站	490	桂冠电力	南盘江红水河	2009	343	0.70
百龙滩水电站	19.2	桂冠电力	南盘江红水河	1999	16.44	0.86
乐滩水电站	60	桂冠电力	南盘江红水河	2005	40.24	0.67
平班水电站	40.5	桂冠电力	南盘江红水河	2005	20.73	0.51
天龙湖水电站	18	桂冠电力	岷江上游	2004	7.95	0.44
仙女堡水电站	7.6	桂冠电力	涪江干流	2009	5.3	0.70
金龙潭水电站	18	桂冠电力	岷江上游	2006	8.28	0.46

来源：上市公司公告、中泰证券研究所

- **挡水建筑物（大坝）、厂房的实际使用年限长于财务折旧期，折旧期结束利润将进一步释放。**公司的固定资产包括挡水建筑物（大坝）、房屋及建筑物、机器设备、运输设备和电子及其他设备五类，2018 年共计提折旧 122.09 亿元，上述五类固定资产折旧占比分别为 26.25%、20.24%、53.14%、0.06%、0.31%。其中，机器设备、电子设备和运输设备的实际使用年限与折旧年限相近，现有折旧水平能够较好地反映这三类资产的耗损情况。挡水建筑物和房屋的使用年限一般可超过 100 年，而三峡大坝、溪洛渡大坝、向家坝大坝财务折旧年限为 45 年，葛洲坝大坝为 60 年，财务折旧期与实际使用年限存在较大差异，因此在折旧期满后公司利润将实现进一步释放。据测算，公司所运营的电站主要于 2002-2014 年投产，将从 2047 年开始陆续完成折旧计提，以 2018 年挡水建筑物折旧 32.05 亿元、房屋及建筑物折旧 24.71 亿元进行简单测算，折旧计提完毕之后，公司每年净利润将增加 24.04 亿元、18.53 亿元，分别占到 2018 年归母净利润（226.11 亿元）的 10.63%和 8.2%。

图表 21：水电站生命周期示意图


来源：中泰证券研究所

图表 22：长江电力固定资产的折旧方法

类别	折旧方法	折旧年限(年)	残值率 (%)	年折旧率 (%)
挡水建筑物	平均年限法	40-60	--	1.67-2.50
房屋及建筑物	平均年限法	8-50	0-3	1.94-12.50
机器设备	平均年限法	5-32	0-3	3.03-20.00
运输设备	平均年限法	3-10	0-3	9.70-33.33
电子及其他设备	平均年限法	3-12	0-3	8.08-33.33

来源：公司年报、中泰证券研究所

- **信用优势使得公司具备较强的融资成本把控能力。**公司 2016 至今的债券发行成本（票面利率）趋势虽然基本与市场利率同步，但由于公司财务状况优良、现金流稳定充沛，加之公司在国内国际资本市场信誉良好，拥有国内 AAA 级和国际主权级的信用优势，因此融资成本相比同期银行利率低很多，具有显著的融资成本优势。除此之外，**公司能够主动根据债券市场利率调整发债规模，具有较强的融资成本把控能力。**具体来看，在市场利率较低的 2009 年和 2016-2017 年，集团把握低利率窗口注入电站资产、帮助上市公司降低资金成本，很好的把控融资成本。

图表 23：长江电力债券成本 VS 同期银行贷款利率

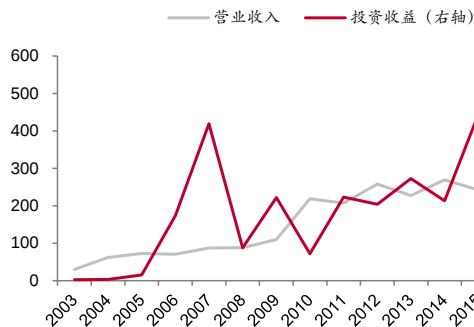
债券简称	类型	起息日	到期日	期限	发行规模		票面利率	同期银行利率	利差 (bp)
					(亿元)				
16 长电 SCP001	超短期融资债券	2016/03/04	2016/08/04	153 天	40		2.64%	4.35%	171
16 长电 SCP002	超短期融资债券	2016/06/15	2017/03/12	270 天	30		2.79%	4.35%	156
16 长电 01	一般公司债	2016/10/17	2026/10/17	10 年	30		3.35%	4.90%	155
17 长电 SCP001	超短期融资债券	2017/07/11	2018/04/07	270 天	35		4.37%	4.35%	-2
17 长电 01	一般公司债	2017/07/11	2020/07/11	3 年	25		4.50%	4.75%	25
17 长电 SCP002	超短期融资债券	2017/07/13	2017/11/10	120 天	25		4.20%	4.35%	15
18 长电 SCP001	超短期融资债券	2018/04/25	2018/08/23	120 天	30		4.10%	4.35%	25
18 长电 SCP003	超短期融资债券	2018/06/19	2018/12/16	180 天	30		4.17%	4.35%	18
18 长电 SCP002	超短期融资债券	2018/06/19	2018/10/17	120 天	40		4.17%	4.35%	18
18 长电 01	一般公司债	2018/07/26	2021/07/26	3 年	25		4.19%	4.75%	56
18 长电 02	一般公司债	2018/09/27	2021/09/27	3 年	30		3.88%	4.75%	87
18 长电 SCP004	超短期融资债券	2018/10/15	2019/04/13	180 天	40		3.27%	4.35%	108
18 长电 MTN001	一般中期票据	2018/12/05	2023/12/05	5 年	20		3.90%	4.75%	85
18 长电 CP001	一般短期融资券	2018/12/10	2019/12/10	1 年	25		3.55%	4.35%	80
18 长电 SCP005	超短期融资债券	2019/01/02	2019/04/12	100 天	15		2.90%	4.35%	145
19 长电 MTN001	一般中期票据	2019/03/15	2024/03/15	5 年	30		3.65%	4.75%	110
19 长电 SCP001	超短期融资债券	2019/04/10	2019/09/07	150 天	25		2.80%	4.35%	155
19 长电 CP002	一般短期融资券	2019/05/20	2020/05/20	366 天	25		3.23%	4.35%	112
19 长电 SCP003	超短期融资债券	2019/07/15	2019/08/14	30 天	20		2.30%	4.35%	205
19 长电 SCP002	超短期融资债券	2019/07/15	2019/10/23	100 天	30		2.60%	4.35%	175
19 长电 SCP004	超短期融资债券	2019/07/17	2019/12/14	150 天	30		2.77%	4.35%	158
19 长电 02	一般公司债	2019/09/04	2024/09/04	5 年	20		3.80%	4.75%	95

来源：wind、中泰证券研究所

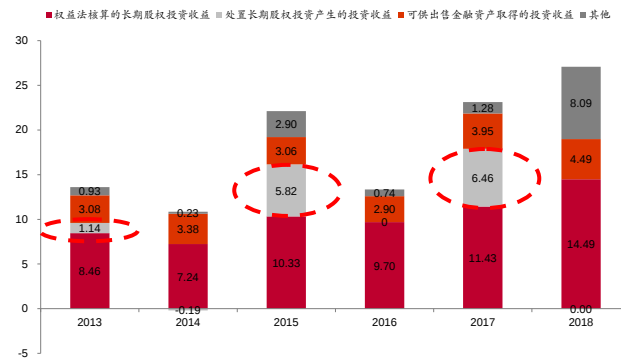
投资收益：有效平抑主营业务业绩波动

- 公司可通过处置长期股权投资等方式平滑业绩。长电充沛的现金流除用于偿还债务外，还积极开展资本运作、围绕水电主业对外投资，2018 年公司新增对外投资 79 亿元，实现投资收益 27 亿元，占归母净利润的 12%，是公司盈利的重要来源。复盘公司营业收入与投资收益，发现二者存在明显负向相关关系，进一步研究发现是公司通过处置长期股权投资平滑业绩所致。具体看，近年来长电权益法核算的长期股权投资收益总体稳中有升，可供出售金融资产取得的投资收益稳定在 3-4 亿元，只有处置长期股权投资收益波动较大。在长江上游来水偏枯的 2013 年和 2015 年（同比分别偏枯 17.91%和 13.78%），公司主动处置部分长期股权投资，分别获得 1.14 亿元和 5.82 亿元投资收益弥补营业收入的下滑；在来水偏丰的 2014 年（同比偏丰 19.09%）、2016 年（溪洛渡水库偏丰 12.2%、三峡水库偏丰 8.2%）和 2018 年（溪洛渡水库偏丰 13.21%、三峡水库偏丰 8.44%），公司基本没有产生该项投资收益。
- 参股其他水电上市公司，建立长江中上游水资源联合调度。在股权投资方面，为了通过股权纽带关系，建立利益分享机制，实现多电站的科学优化调度，公司参股了多家水电上市公司，旨在打造战略协同效应，进

一步促进流域水资源的联合调度、提高水资源利用率。具体来看，截至2019年中期，公司分别持有国投电力和川投能源 10.61%和 11.12%股权，两家公司持有的雅砻江水电公司是金沙江最大支流雅砻江唯一的水电开发主体；持有湖北能源 25.19%股权，湖北能源的水布垭电站位于清江流域，是长江的主要支流之一。

图表 24：营业收入与投资收益（亿元）


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 25：各项投资收益变动情况（亿元）


来源：wind、中泰证券研究所

图表 26：公司参股水电企业名称及持股比信息

公司名称	性质	持股比
国投电力	联营企业	10.61%
湖北能源	联营企业	25.19%
川投能源	联营企业	11.12%
三峡水利	联营企业	16.08%

来源：公司公告、中泰证券研究所

“集团注入”模式：为高分红和高股息创造条件

- **公司装机增长来自“集团注入”模式。**长电装机增长来自于特殊的“集团注入”模式，即水电站建设期由三峡集团负责开发，建设完成后注入上市公司并由上市公司负责后续运营。长电上市以来的水电装机的注入进程如下：

- **三峡电站：**1994 年开工建设，2003 年 7 月首批机组并网发电，同年 10 月注入公司，2008 年 10 月左右岸 26 台机组共计 1830 万千瓦全部投产，次年 9 月注入公司；2012 年 7 月，三峡电站地下机组全部投产，同年 9 月注入公司。三峡电站装机规模为 2250 万千瓦，分 6 次注入，总交易价格为 1546.64 亿元，其中承接债务、发行股份、现金支付三种支付方式占比分别为 33%、13%和 54%。
- **溪洛渡、向家坝电站：**由三峡集团子公司川云公司承建，2006 年开工建设，2009 年实现截流、进入主体工程浇筑阶段，2014 年 7 月两座电站共计 2026 万千瓦全部投产，2016 年 3 月注入公司，总交易价格为 797.35 亿元，其中发行股份和现金支付方式占比分别为 53%和 47%。

图表 27：公司水电站历史注入情况

注入时间	注入机组	装机容量 (万千瓦)	交易价格 (亿元)	支付方式
2003 年 10 月	三峡 2#、3#、5#、6#机组	280	187	100%现金支付
2005 年 3 月	三峡 1#、4# 机组	140	98.37	100%现金支付
2007 年 5 月	三峡 7#、8#机组	140	104.42	100%现金收购
2009 年 9 月	三峡 9#—26#共 18 台机组	1270	1043.17	47%承接债务、19%非公开发行股份、34% 现金支付
2011 年 9 月	三峡地下 30#、31#、32#机组	210	76.36	100%现金支付
2012 年 9 月	三峡地下 27#、28#、29#电站	210	37.32	27%承接债务、73%现金支付
三峡电站合计		2250	1546.64	33%承接债务、13%发行股份、54%现金支付
2016 年 3 月	向家坝电站、溪洛渡电站	2026	797.35	53%发行股份、47%现金支付

来源：公司公告、中泰证券研究所

- “集团注入”模式成就了成长与价值兼备的长电。水电行业属于典型的重资产行业商业模式，主要表现为水电站建设期高资本开支（CAPEX）和投产后运营期充沛现金流（CFO）的基本特征。“集团注入”模式使建设期较大的资本开支对公司自由现金流的影响最小化，保证了水电站注入后形成的充沛现金流可以立即用来进行还本付息，公司在不断阶段性成长的同时仍拥有极强的回报股东的能力。当前长江电力的分红承诺为 2016-2020 年按不低于 0.65/股进行现金分红；2021-2025 年按不低于当年实现净利润的 70%进行现金分红。2017、2018 年公司每年分红 0.68 元/股，对应股息率在 3.8%左右，假设按照 21 年 70%以上分红率计算，70%/75%分红率对应当前市价股息率分别为 4.13%和 4.45%。考虑到长江电力稳健的业绩，公司股息率预计将长期稳定在 3.5%-4.5%区间内，股息率极具吸引力。

图表 28：长江电力历年分红比例及对应股息率测算情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E(1)	2019E(2)
EPS	0.55	0.72	0.7	0.94	1.01	1.03	1.04	1.04
每股股利	0.28	0.38	0.4	0.71	0.68	0.68	0.73	0.78
分红率	50.91%	52.78%	57.14%	75.53%	67.33%	66.02%	70%	75%
市价	6.28	14.73	13.13	15.21	17.65	18.09	17.62	17.62
股息率	4.46%	2.58%	3.05%	4.67%	3.85%	3.76%	4.13%	4.43%

来源：长江电力公告、中泰证券研究所

利率趋势预期向下，高股息权益资产价值性凸显

- 利率预期随经济增速下行。经济增长是投资回报的重要来源，理论上说利率水平应与经济增速呈现线性正相关关系。过去十年，虽然经济增速持续下滑，但受到房地产价格持续上涨（房价上涨的资本利得可以覆盖融资成本上升）、基建投资占比较大（地方政府对利率不敏感，承担大量高利率债务）等因素影响，国内利率走势基本震荡走平。然而，未来随着房价的止涨甚至回落、地方融资监管趋严以及刚兑的逐步打破，国内利率水平有望随经济增速一起缓慢下行。

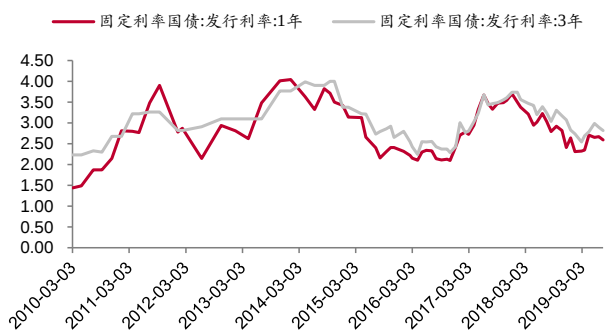
图表 29：中国名义 GDP 增速和国开债利率走势（%）



来源：wind、中泰证券研究所

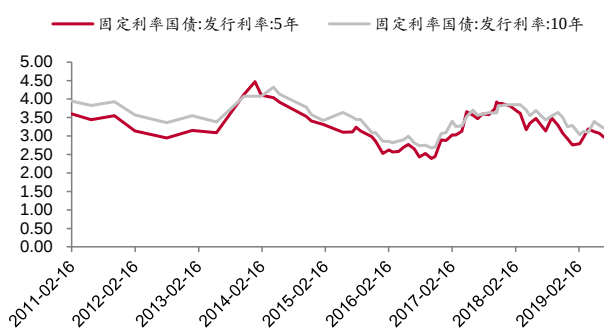
- **高股息资产价值性凸显。**经济高速增长时期，货币政策放水带来资产价格的上涨，盈利主要来自于资产的资本利得；而在当前经济增速缓慢下行预计带动利率趋势向下的大背景下，想要获得资产的资本利得将会变得越来越困难，业绩稳健且愿意回报股东的权益资产的价值性在新的背景下无疑显得更为珍贵。当前固定利率国债一年期、三年期、五年期、十年期利率分别为 2.59%、2.82%、2.96%和 3.21%，相比之下长江电力等水电龙头 3.5%-4.5%的股息率更富吸引力，凸显了公司的战略配置价值。

图表 30：固定利率国债一年期、三年期利率情况（%）



来源：wind、中泰证券研究所

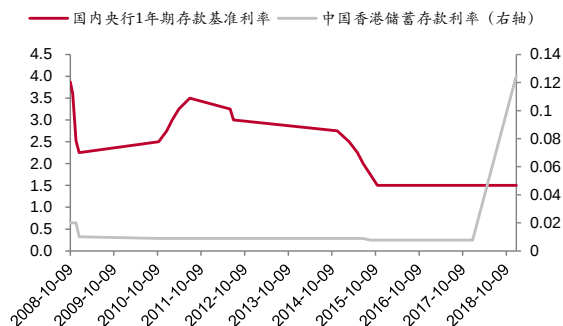
图表 31：固定利率国债五年期、十年期利率情况（%）



来源：wind、中泰证券研究所

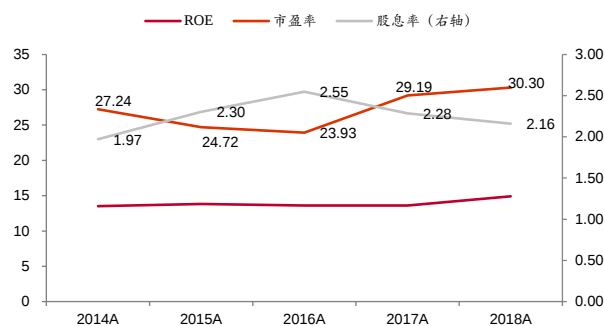
- **价值性凸显的结果是抬升标的估值。**从出发点上看，购买业绩稳健、高分红权益资产的主要吸引力是稳定的业绩+较高的分红率所导致的高股息率。但是从结果看，资金的不断涌入还会对业绩稳健、高分红权益资产的估值产生持续抬升作用。未来水电龙头估值抬升的驱动力预期分为两种：（1）国内利率趋势向下导致水电龙头的价值性不断凸显，从而带动国内资金增配；（2）在利率水平较低的海外市场，类似长江电力、华能水电等盈利稳定、高股息率资产（如香港中华煤气、粤海投资、中电控股等）均具有较高估值，当前水电龙头的估值距离海外同类型公司估值水平仍存在一定差距，有望持续吸引外资增配。

图表 32: 国内、中国香港存款利率情况对比 (%)



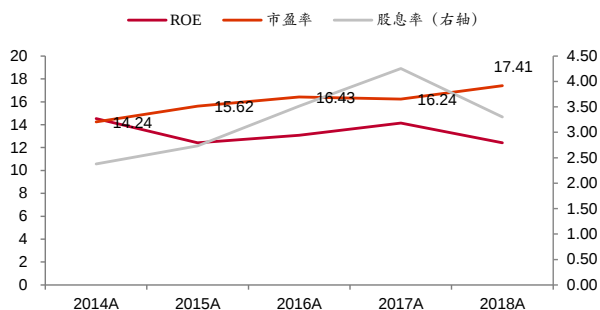
来源: wind、中泰证券研究所

图表 33: 香港中华煤气 ROE、PE 和股息率情况



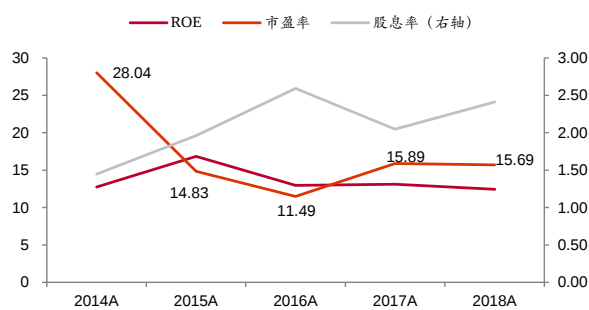
来源: wind、中泰证券研究所

图表 34: 粤海投资 ROE、PE 和股息率情况



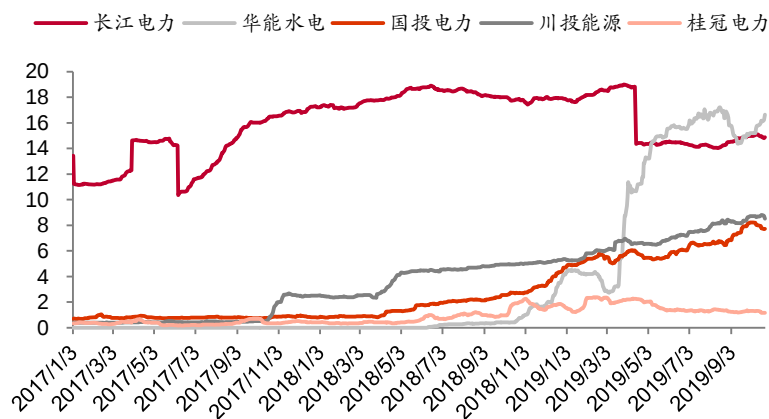
来源: wind、中泰证券研究所

图表 35: 中电控股 ROE、PE 和股息率情况



来源: wind、中泰证券研究所

图表 36: 各水电龙头陆股通持股比 (%)



来源: wind、中泰证券研究所

成长性：乌、白注入装机量再上台阶，海外配电业务进一步打开成长

行业空间：资源开发超六成，大型优质水电资产日益稀缺

- **国内水电资源开发已超六成。**根据国家发改委 2005 年发布的全国水利资源复查结果，我国水电资源理论蕴藏装机为 6.94 亿千瓦、技术可开发装机为 5.42 亿千瓦。截至 2018 年末我国水电装机容量为 3.5 亿千瓦，占技术可开发量的 63%。其中，十三大水电基地目前规划总装机量达到 2.86 亿千瓦，占到可开发总装机量的 53%。

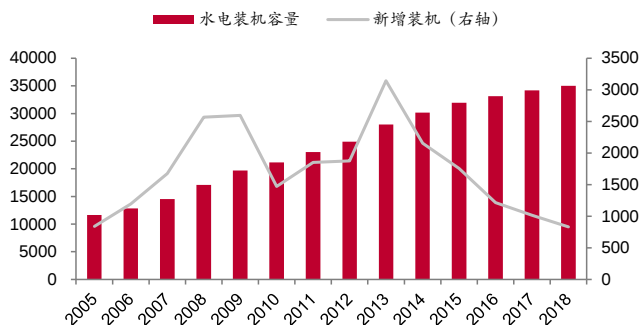
图表 37：我国水资源储量及开发情况

	装机量（亿千瓦）	占技术可开发比重
理论蕴藏	6.94	-
技术可开发	5.42	100%
已投产装机	3.5	65%
十三大水电基地规划	2.86	53%

来源：北极星电力网、中泰证券研究所

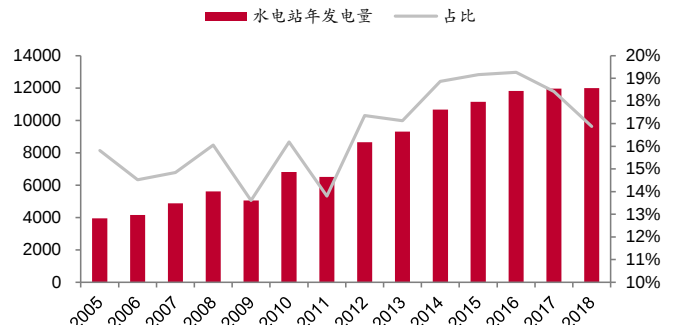
- **行业装机增速放缓，发电量占比下降。**“十二五”期间国家对于水电开发的政策为推进西部大型水电站开发、因地制宜开发小水电站。然而由于开发速度过快叠加西南地区电力消纳能力不足导致弃水率上升，水电的利用小时数不断下降，因此“十三五”期间国家政策转为科学有序开展大型水电、严格控制中小水电。受此影响，水电新增装机不断下滑，2018 年新增装机仅为 832 万千瓦；发电量占全国总发电量比重也逐年下滑，由 2016 年的 19% 下降至 2018 年的 17%。

图表 38：水电总装机、新增装机情况（万千瓦时）



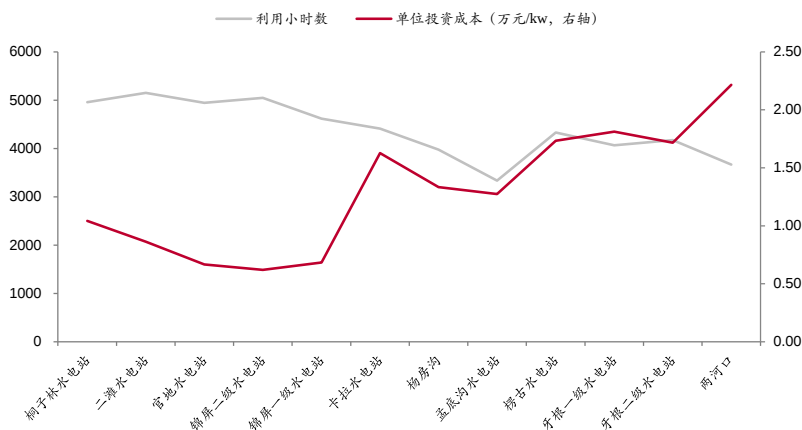
来源：wind、中泰证券研究所

图表 39：水电发电量及占比情况（亿千瓦时）



来源：wind、中泰证券研究所

- **未来开发趋势预计由中下游向上游转移，可能导致成本上升&利用小时数下降。**随着国内水电资源的不断开发，主要河流中下游优质水电资源基本上开发完毕，优质水电资源变得日益稀缺，后续水电开发的趋势预计将更多由中下游向上游转移，由此可能会带来单位投资成本的上升与利用小时数一定程度的下降。以雅砻江流域为例，可以看到中下游随着梯级电站高度的增加，单位投资成本存在明显的上升趋势，利用小时数呈现一定下滑态势。考虑到雅砻江上游靠近西藏，开发成本预计会进一步升高，由此可能导致水电站开发的经济性（IRR）难以保障。

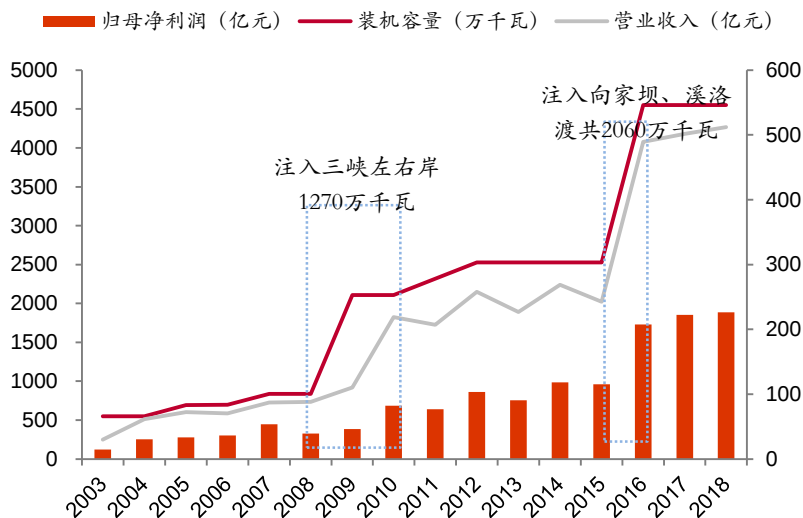
图表 40：雅砻江各梯级电站单位投资成本及利用小时数情况


来源：华能水电公告、中泰证券研究所

乌东德、白鹤滩电站注入在即，驱动新一轮业绩增长

- **业绩增长的本质是装机量的增长。**自成立以来，长江电力的业绩实现了两次跨越式增长，核心驱动力是装机量的增长。具体来看：
 - **2009-2010 年：**2009 年 9 月，公司收购三峡电站 9#—26#18 台机组共计 1270 万千瓦，装机容量由 837.7 万千瓦提升至 2107.7 万千瓦，增长 151.61%，2009-2010 年，发电量增长 109.68%、营业收入增长 118.68%、归母净利润增长 93.01%；EPS 由 2008 年的 0.4176 增加至 2010 年的 0.4985，增幅 19.37%，显著增厚了公司业绩。
 - **2016 年：**公司通过发行股份和现金支付相结合的方式收购川云公司，装机容量增加 2026 万千瓦，同比增长 80%，发电量同比增长 96.3%、营业收入同比增长 101.9%（重述后为 3.17%）、净利润同比增长 80.4%（重述后为 13.97%），EPS 由 0.6982 增至 0.9446，增长 35.29%，又一次大幅增厚公司业绩。
- **乌白两座巨型电站预期注入，将驱动新一轮业绩跨越性增长。**乌东德水电站装机容量为 1020 万千瓦，年设计发电量为 389.1 亿千瓦时，于 2011 年开始筹建，2015 年 12 月正式开工，计划 2020 年首批机组发电、2021 年 12 月竣工，建成后通过昆柳龙直流送电广东、广西；白鹤滩水电站装机容量为 1600 万千瓦，年设计发电量为 624.43 亿千瓦时，于 2012 年开始筹建，计划 2021 年首批机组发电，2022 年 12 月全部竣工，计划送电区域为浙江和江苏。根据三峡集团避免同业竞争的承诺，乌白两座巨型电站预期将在建成后择机注入上市公司，届时公司控股装机容量将大幅增长 57.6%至 7169.5 万千瓦，按照乌白年设计发电量、2018 年公司发电量进行测算，乌白注入后公司发电量有望增长 47.04%至 3168.35 亿千瓦时，实现新一轮的跨越式增长。

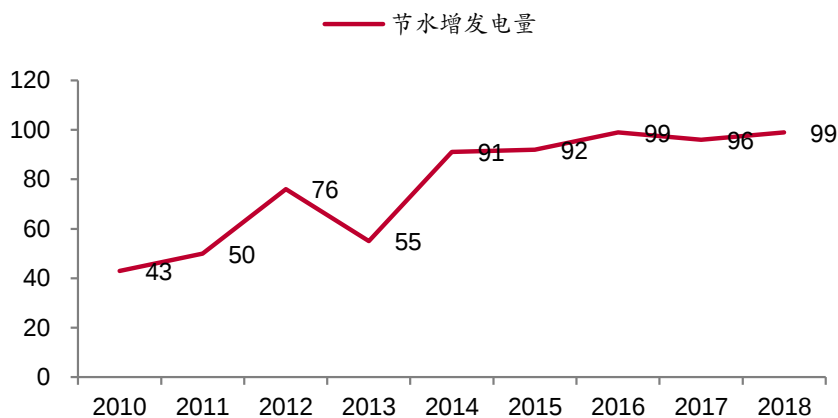
图表 41：公司上市以来的经营业绩与装机容量（左轴）



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **梯级联调更进一步，助力内生增长。**节水增发电量属于内生性增长，基本不需要新增成本，能够有效降低公司度电成本，增厚公司利润。目前三峡集团在建的乌白电站与溪洛渡、向家坝电站同样地处金沙江下游，投产后公司将科学开展乌东德-白鹤滩-溪洛渡-向家坝-三峡-葛洲坝梯级联合调度，进一步平抑来水量波动，有望通过“节水增发”增加发电量约 300 亿千瓦时。远期看，若长江上游电站均实施联合优化调度，将进一步增加流域发电量约 420 亿千瓦时。

图表 42：公司节水增发电量情况（亿千瓦时）



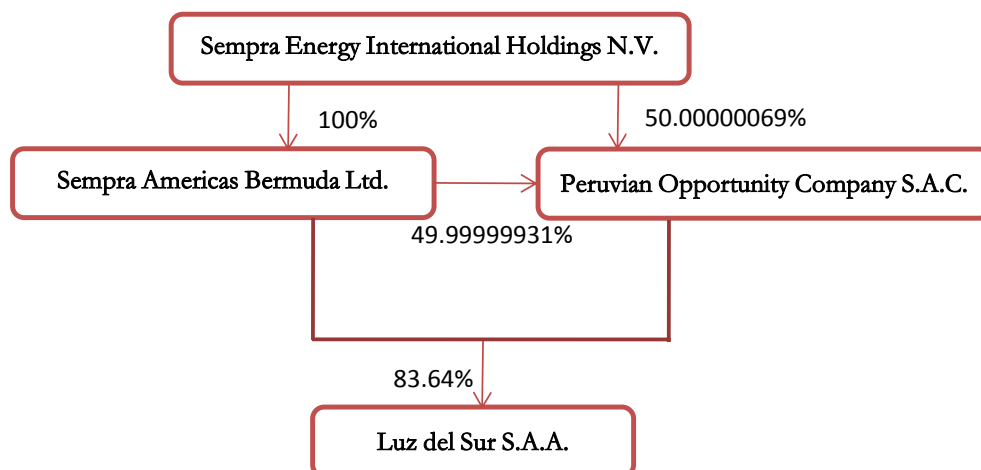
来源：公司公告、中泰证券研究所

打造发配售电协同优势，海外扩张强化成长

- **收购秘鲁配电资产，打造发配售电协同优势。**2019 年 9 月 30 日公司发布公告称将通过全资子公司长电国际竞标购买美国纽约证券交易所上市公司 Sempra Energy 在秘鲁配电等资产。截至目前，公司已与 Sempra Energy 在荷兰设立的持股主体签署股权收购协议。本次投资的标的资产

为 Sempra Energy 设在荷兰的特殊目的公司 (Sempra Energy International Holdings N.V., 以下简称“Sempra 荷兰”) 所持有的 Sempra Americas Bermuda Ltd. (以下简称“SAB 公司”) 100% 股权以及 Peruvian Opportunity Company S.A.C. (以下简称“POC 公司”) 约 50.00000069% 股权, 其中 POC 公司剩余约 49.99999931% 的股权由 SAB 公司持有。SAB 公司和 POC 公司拥有的核心资产为利马证券交易所上市公司 Luz del Sur S.A.A. (以下简称“LDS 公司”) 83.64% 的股权。交易基础收购价格为 35.9 亿美元, 最终收购价格将在基础收购价格的基础上根据价格调整机制进行调整。上述收购完成后, 预计将触发对 LDS 公司剩余不超过 13.7% 股份的强制要约收购。本次交易对价拟采用现金支付 (预计为融资+自有资金形式)。本次投资有利于公司在配售电领域形成核心能力, 完成后 LDS 公司可与中国三峡集团在当地已有水电项目形成发电、配电协同效应, 配售电业务将有效平滑发电业务盈利的波动性。此次投资也为公司实现向水、电两端延伸和国际化发展战略, 逐步形成发、配、售电产业链协同一体化优势奠定了坚实基础。

图表 43: 秘鲁资产具体收购方案示意图



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 44: 收购资产前后公司财务指标测算 (美元、人民币汇率按 1: 7 计算)

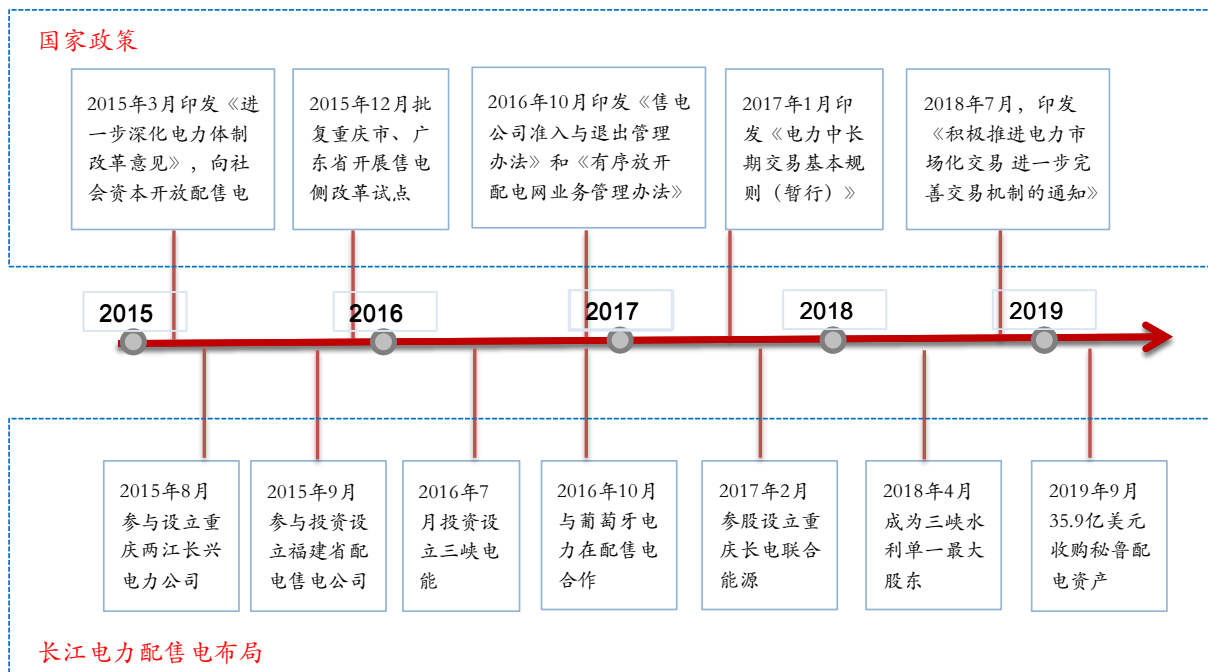
	收购前	收购资产	收购后	YOY
净利润 (亿元)	226.11	12.94	239.05	5.72%
股本 (亿股)	220	220	220	-
EPS (元/股)	1.0278	-	1.0866	5.72%
净资产 (亿元)	1426.85	-	1426.85	17.61%
ROE	15.85%	-	16.75%	-

来源: 中泰证券研究所

- **海外扩张强化成长。**公司自 2002 年上市以来, 主要依靠集团注入模式实现装机容量的提升和水电业务的增长, 而在乌东德、白鹤滩水电站投产, 控股股东三峡集团在国内已无明确的水电开发计划, 未来公司的水电主业不容易再实现大幅增长, 亟需打造新的利润增长点。2015 年 3 月, 国务院印发《进一步深化电力体制改革意见》(中发[2015]9 号文), 按照

“管住中间、放开两头”的体制架构，有序放开输配以外的竞争性环节电价，有序向社会资本开放配售电业务，鼓励以混合所有制方式发展配电业务。长江电力积极响应电力体制改革政策，战略布局配售电业务，延伸传统的发电产业链，先后参与投资设立重庆两江长兴电力公司、福建省配售电公司、三峡电能、重庆长电联合能源，成为三峡水利单一最大股东。此次海外扩张，再次验证长电未来将主营业务逐步向下游延伸，打造新的业绩增长点，强化自身成长属性。

图表 45：国家电改政策梳理及长江电力配售电布局



来源：北极星电力网、中泰证券研究所

投资策略：给予“增持”评级

- 公司是 A 股市场中为数不多的兼具价值性和成长性的标的。存量方面，稳健的业绩叠加高比例的分红，未来公司股息率预计将长期维持在 3.5%-4.5% 区间内，在国内利率趋势向下的背景下价值性愈发凸显。增量方面，乌东德、白鹤滩电站建设工作正有序进行，未来公司装机量和业绩有望再次得到大幅提升，收购海外资产也将进一步强化公司成长属性。我们预计 2019/20/21 年实现归属于母公司股东净利润分别为 229.44/231.18/231.24 亿元，折合 EPS 分别是 1.04/1.05/1.05 元/股，当前 17.76 元股价，对应 PE 分别为 17.0X/16.9X/16.9X，维持公司“增持”评级。

图表 46：长江电力利润表预测（单位：百万元）

损益表（人民币百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	50,147	51,214	52,192	52,246	52,246
增长率	2.5%	2.1%	1.9%	0.1%	0.0%
营业成本	-19,454	-19,005	-19,368	-19,388	-19,388
% 销售收入	38.8%	37.1%	37.1%	37.1%	37.1%
毛利	30,693	32,209	32,824	32,858	32,858
% 销售收入	61.2%	62.9%	62.9%	62.9%	62.9%
营业税金及附加	-1,056	-1,289	-1,096	-1,097	-1,097
% 销售收入	2.1%	2.5%	2.1%	2.1%	2.1%
营业费用	-19	-25	-21	-21	-21
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-840	-801	-835	-836	-836
% 销售收入	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	28,778	30,095	30,872	30,904	30,904
% 销售收入	57.4%	58.8%	59.2%	59.2%	59.2%
财务费用	-5,897	-5,854	-5,850	-5,750	-5,700
% 销售收入	11.8%	11.4%	11.2%	11.0%	10.9%
资产减值损失	205	275	200	200	200
公允价值变动收益	-164	36	-40	34	-9
投资收益	2,312	2,707	2,600	2,600	2,600
% 税前利润	9.3%	10.1%	9.5%	9.4%	9.4%
营业利润	25,233	27,259	27,783	27,988	27,995
营业利润率	50.3%	53.2%	53.2%	53.6%	53.6%
营业外收支	-423	-385	-390	-390	-390
税前利润	24,810	26,874	27,393	27,598	27,605
利润率	49.5%	52.5%	52.5%	52.8%	52.8%
所得税	-4,380	-4,364	-4,049	-4,080	-4,081
所得税率	17.7%	16.2%	14.8%	14.8%	14.8%
净利润	22,275	22,644	22,944	23,118	23,124
少数股东损益	14	33	0	0	0
归属于母公司的净利润	22,261	22,611	22,944	23,118	23,124
净利率	44.4%	44.1%	44.0%	44.2%	44.3%

现金流量表（人民币百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	22,275	22,644	22,944	23,118	23,124
加：折旧和摊销	12,298	12,223	11,726	10,926	10,120
资产减值准备	205	275	200	200	200
公允价值变动损失	164	-36	-40	34	-9
财务费用	5,961	5,929	5,850	5,750	5,700
投资收益	-2,312	-2,707	-2,600	-2,600	-2,600
少数股东损益	14	33	0	0	0
营运资金的变动	-9,113	-2,363	-215	-244	-206
经营活动现金净流	39,693	39,737	37,665	36,984	36,129
固定资本投资	11,763	11,195	10,500	10,500	10,500
投资活动现金净流	-9,795	-9,226	13,100	13,100	13,100
股利分配	-14,960	-14,960	-15,372	-15,489	-16,187
其他	-13,073	-15,513	-21,752	-8,198	-7,658
筹资活动现金净流	-28,033	-30,473	-37,125	-23,687	-23,845
现金净流量	1,865	37	13,640	26,397	25,384

资产负债表（人民币百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,337	18,977	45,374	70,758
应收款项	2,657	3,225	2,082	2,644
存货	219	211	166	157
其他流动资产	1,272	1,356	1,402	1,492
流动资产	9,485	23,769	49,023	75,051
% 总资产	3.2%	8.3%	16.8%	25.3%
长期投资	39,639	44,629	49,619	54,609
固定资产	237,912	216,279	195,360	175,174
% 总资产	80.5%	75.2%	67.0%	59.0%
无形资产	181	177	172	166
非流动资产	286,012	263,866	242,524	221,992
% 总资产	96.8%	91.7%	83.2%	74.7%
资产总计	295,497	287,635	291,548	297,044
短期借款	12,700	16,300	16,300	16,300
应付款项	18,807	19,197	17,748	18,098
其他流动负债	25,320	22,698	20,784	19,342
流动负债	56,827	58,194	54,832	53,740
长期贷款	26,000	12,745	12,745	12,745
其他长期负债	69,985	69,628	69,274	68,924
负债	152,812	140,567	136,851	135,409
普通股股东权益	142,203	146,587	154,216	161,153
少数股东权益	481	481	481	481
负债股东权益合计	295,497	287,635	291,548	297,044

比率分析	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标				
每股收益 (元)	1.03	1.04	1.05	1.05
每股净资产 (元)	6.46	6.66	7.01	7.33
每股经营现金净流 (元)	1.81	1.71	1.68	1.64
每股股利 (元)	0.68	0.70	0.70	0.74
回报率				
净资产收益率	15.90%	15.65%	14.99%	14.35%
总资产收益率	7.66%	7.98%	7.93%	7.78%
投入资本收益率	13.44%	13.72%	15.41%	17.41%

增长率	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入增长率	2.13%	1.91%	0.10%	0.00%
EBIT 增长率	6.00%	2.06%	0.32%	-0.13%
净利润增长率	1.57%	1.47%	0.76%	0.03%
总资产增长率	-1.30%	-2.66%	1.36%	1.88%
资产管理能力				
应收账款周转天数	21.3	20.0	18.0	16.0
存货周转天数	1.7	1.5	1.3	1.1
应付账款周转天数	1.6	1.5	1.4	1.3
固定资产周转天数	1,713.8	1,566.4	1,418.2	1,276.6
偿债能力				
净负债/股东权益	48.56%	20.52%	1.51%	6.03%
EBIT 利息保障倍数	5.6	5.7	5.8	5.8
资产负债率	51.71%	48.87%	46.94%	45.59%

来源：中泰证券研究所

风险提示

- **（1）来水波动风险；**水力发电存在波动性，最主要的原因是流域来水的波动，虽然长江电力这种大型水电公司可以通过多个水电站梯级联调较大程度熨平来水波动，但仍然存在相关不确定性风险。
- **（2）相关工程建设进程不及预期；**若乌东德、白鹤滩电站建设进程不及预期，将推迟资产注入上市公司的时间；若乌东德、白鹤滩电站外送通道建设进程不及预期，有可能产生消纳问题。
- **（3）电价形成机制变动风险；**2019年10月国家发改委发布了《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》，虽指明核电、燃气发电、跨省跨区送电价格形成机制等形成的电价，参考燃煤发电标杆上网电价的均改为参考基准价，但政策后续仍存在变动风险。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。